

海老原 崇 提出  
博士学位申請論文審査要旨

## 『利益情報の質と精度に関する実証研究』

### I 論文の概要

#### 1. 本論文の主旨

本論文は、利益情報の質と精度に注目し、両者の関係について理論面と実証面から明らかにしている。本論文の研究目的は、(1) 利益情報の質の概念を検討することで、実証的に利用可能な利益情報の質の尺度を定義すること、(2) 利益情報の質の尺度に対する影響要因を、理論的、分析的に明らかにすること、(3) 利益情報の質の尺度と、これらの影響要因との関係を実証的に分析して明らかにすることである。これらの目的を達成するための議論、考察、および分析を通じて、規範的研究、実証研究、分析的研究の接点を探求し、従来の研究の領域を拡張するとともに、基準設定に対してインプリケーションを与えることを、本論文における課題としている。

本論文における研究目的の第1は、利益情報の質の概念を検討し、その尺度を定義することである。本論文では、これまで議論される機会の少なかった利益情報の質の概念を、概念フレームワークにおける財務報告の目的および会計情報の質的特徴に依拠して議論している。特に、会計理論に整合的で実証的に利用可能な利益情報の質の尺度を定義するために、井尻雄士(1968)のフレームワークに依拠し、広義の信頼性概念を採用して検討を行っている。広義の信頼性概念を採用することで、目的適合性および信頼性を満たすことによって利益情報の質が確保されると解釈し、利益情報の質の尺度を(1) 価値関連性：株価を利益情報に回帰した際の自由度修正済決定係数および利益情報の係数の大きさ、(2) 情報内容：リスク調整済リターンを利益情報の期待外値に回帰した際の自由度修正済決定係数およびERCの大きさ、(3) 将来キャッシュフローの予測能力：過去の利益情報を用いて将来キャッシュフローを予測した際の予測値と実績値間の平均絶対誤差ないしは平均平方誤差の大きさ、として定義している。

本論文において、定義した利益情報の質の尺度は、先行研究で用いられてきた尺度および会計理論に整合的であり、実証的に利用可能なことが示されている。また、定義した利益情報の質の尺度は、価値関連性研究のフレームワークを援用して検討することが可能であり、

基準設定にインプリケーションを与えうることを論じている。

本論文における研究目的の第2は、利益情報の質の尺度に対する影響要因を、理論的、分析的に明らかにすることである。本論文では、先行研究のレビューを通じて、利益情報の質の尺度に対する影響要因として利益情報のノイズの水準と精度を取り上げている。そして、広義の信頼性概念に依拠して利益情報のノイズの水準と精度の関係を分析することによって、両者はともに信頼性の構成要素として解釈でき、利益情報の質の尺度と関係しうることが明らかにしている。また、利益情報のノイズの水準については従来から価値関連性研究の文脈で実証研究でも扱われてきたが、精度については主に分析的研究でしか扱われてこなかったことを指摘し、利益情報の質の尺度の影響要因として精度も考慮すべきことを論じている。

本論文における研究目的の第3は、利益情報の質の尺度と影響要因との関係を実証的に分析して明らかにすることである。本論文では、研究目的の第1で定義した利益情報の質の尺度と研究目的の第2で取り上げた利益情報の精度との関係を実証的に検証している。検証の結果、3種類全ての尺度について、利益情報の精度と有意な関係を有しているとの結果を示している。つまり、利益情報の精度が高ければ（低ければ）、利益情報の質も高くなる（低くなる）ことを明らかにしている。

本論文では、分析によって明らかにした利益情報の質の尺度と精度との関係を所与として、「金融商品に係る会計基準」による時価評価差額を損益計上する意義に関する研究も行っている。研究の結果、金融商品の時価評価差額の損益計上は、利益情報の精度を低下させる一方、全体として信頼性の向上に寄与し、利益情報の価値関連性の向上に資することを明らかにしている。また、利益情報の持続性に関するミスプライシングと精度との関係についても、Mishkinのフレームワークに基づく研究を行っている。研究の結果、利益情報の精度と利益情報の持続性に関するミスプライシングが関係しているとの結果を得ている。

## 2. 本論文の構成

本論文は、10の章から構成される。はじめに、第1章では、本論文の目的、意義、および構成を明らかにしている。第2章と第3章は、本論文における理論的・分析的基礎を提供する章として位置づけられる。第2章では、本論文の研究目的の第1について、利益情報の質の概念の検討およびその尺度の定義のための議論を行っている。第3章では、本論文における研究目的の第2について、利益情報の質の尺度とノイズの水準および精度との関係を実証的・分析的研究のレビューを通じて検討している。

第4章から第6章では、本論文の研究目的の第3について、本論文で定義した利益情報の質の尺度と精度の関係を価値関連性研究のフレームワークを援用して検証している。第4章

では、将来キャッシュフロー予測能力と精度との関係を検証しており、第5章では、価値関連性および情報内容と精度との関係について検証している。また、第6章では、先行研究で利用されてきた利益情報の質の尺度と利益情報の精度との関係を検証している。

本論文は、短期アクルーアルズの精度を利益情報の精度の代理変数として利用しているが、第7章ではアナリストが直面する情報精度を利用し、短期アクルーアルズの精度における問題点の緩和を試みている。続く第8章は、これまで検証した利益情報の質の尺度と精度との関係を利用し、「金融商品に係る会計基準」の意義について検証している。第9章は、前半の合理的期待の前提を緩和し、異なる観点から利益情報の精度の役割について検証している。最後の第10章では、各章の内容を要約するとともに、本論文での発見事項および今後の研究課題について論じている。

本論文の構成は以下の通りである。

## 1. 本研究の目的・意義・構成

### 1.1 本研究の目的

### 1.2 本研究の意義

### 1.3 本研究の構成

## 2. 利益情報の質の尺度と定義

### 2.1 はじめに

### 2.2 利益情報の質に関する先行研究と議論の必要性

#### 2.2.1 利益情報の質に関する先行研究

#### 2.2.2 利益情報の質の概念自体の議論の必要性

### 2.3 利益情報の質と財務報告の目的および質的特徴

#### 2.3.1 利益情報の質と財務報告の目的および質的特徴

#### 2.3.2 目的適合性と信頼性のトレードオフ

#### 2.3.3 広義の信頼性概念と目的適合性との関係

### 2.4 利益情報の質の尺度

#### 2.4.1 目的適合性とその諸要素

#### 2.4.2 目的適合性の具体的内容

#### 2.4.3 目的適合性の諸要素の具体的内容

#### 2.4.4 目的適合性とその諸要素に基づく利益情報の質の尺度

#### 2.4.5 本研究における利益情報の質の尺度と先行研究との整合性

### 2.5 要約

### 3. 利益情報の質とノイズの水準および精度との関係

#### 3.1 はじめに

#### 3.2 利益情報の質とノイズの水準との関係

##### 3.2.1 利益情報の質と測定誤差としてのノイズの水準

##### 3.2.2 利益情報の質とアクルーアルズのノイズの水準

#### 3.3 利益情報の質の尺度と精度との関係

##### 3.3.1 利益情報の精度と先行研究

##### 3.3.2 利益情報のノイズの水準および精度と信頼性との関係

##### 3.3.3 利益情報の価値関連性と精度との関係

##### 3.3.4 利益情報の情報内容と精度との関係

##### 3.3.5 利益情報のノイズの水準および精度と先行研究との整合性

##### 3.3.6 利益の持続性と利益情報の精度との関係

#### 3.4 利益情報の質と短期アクルーアルズの精度

##### 3.4.1 利益情報のシグナル、ノイズの水準、および精度の内容、分析上の問題点

##### 3.4.2 Dechow and Dichev (2002) の研究

#### 3.5 要約

### 4. 利益情報の将来キャッシュフロー予測能力と精度との関係

#### 4.1 はじめに

#### 4.2 先行研究

#### 4.3 研究デザイン

##### 4.3.1 仮説

##### 4.3.2 分析モデル

##### 4.3.3 データ

#### 4.4 分析結果

##### 4.4.1 短期アクルーアルズの精度の推定結果

##### 4.4.2 仮説の検証結果

##### 4.4.3 追加的分析

#### 4.5 要約

### 5. 利益情報の価値関連性および情報内容と精度との関係

#### 5.1 はじめに

#### 5.2 先行研究

#### 5.3 研究デザイン

5.3.1 仮説

5.3.2 分析モデル

5.3.3 データ

5.4 分析結果

5.4.1 短期アクルールズの精度の推定結果

5.4.2 仮説 H11 の検証結果

5.4.3 仮説 H12 の検証結果

5.4.4 追加的分析

5.5 要約

6. 利益の持続性と利益情報の精度との関係

6.1 はじめに

6.2 先行研究

6.3 研究デザイン

6.3.1 仮説

6.3.2 分析モデル

6.3.3 データ

6.4 分析結果

6.4.1 短期アクルールズの精度の推定結果

6.4.2 分析 1 の結果

6.4.3 分析 2 の結果

6.4.4 分析 3 の結果

6.5 要約

7. 開示情報の精度と利益情報の質との関係—アナリストが直面する情報精度に基づく検証—

7.1 はじめに

7.2 開示情報、会計情報、利益情報の精度の関係と利益情報の質

7.3 研究デザイン

7.3.1 仮説

7.3.2 アナリストの利益予測と開示情報の精度の関係

7.3.3 分析モデル

7.3.4 データ

7.4 分析結果

7.4.1 仮説 H<sub>11</sub>、仮説 H<sub>12</sub> の検証結果

7.4.2 追加的分析

7.5 要約

8. 金融商品の評価差額と利益情報の質との関係

8.1 はじめに

8.2 金融商品の評価差額と利益情報の質

8.2.1 金融商品に係る評価差額の損益計上に対する根拠とその性質

8.2.2 損益計上される評価差額と利益情報のノイズの水準、精度、および質との関係

8.3 研究デザイン

8.3.1 仮説

8.3.2 分析モデル

8.3.3 データ

8.4 分析結果

8.4.1 分析1の結果

8.4.2 分析2の結果

8.5 要約

9. 利益情報のミスプライシングと精度との関係

9.1 はじめに

9.2 先行研究

9.2.1 市場の合理性と利益情報の質

9.2.2 利益情報のミスプライシングと精度との関係

9.3 研究デザイン

9.3.1 仮説

9.3.2 分析モデル

9.3.3 データ

9.4 分析結果

9.4.1 短期アクルーアルズの精度の推定結果

9.4.2 Mishkin テストによる分析結果

9.4.3 追加的分析

9.5 要約

10. 結論と今後の展望

10.1 本研究の要約

## 10.2 本研究の発見事項と結論

## 10.3 今後の研究課題

## 引用文献・参考文献

## 3. 本論文の概要

第1章「本研究の目的・意義・構成」では、研究動機とともに、本論文の3つの目的を述べている。本論文の目的は、第一に、概念フレームワークに依拠して利益情報の質の概念を検討し、会計理論に整合的かつ実証的に利用可能な利益情報の質の尺度を定義すること、第二に、利益情報の質の尺度に対する影響要因を、理論的、分析的に明らかにすること、第三に、利益情報の質の尺度と、これらの影響要因との関係を実証的に分析して明らかにすることである。

第2章「利益情報の質の尺度と定義」では、利益情報の質に関する本論文の基礎を提供する役割を担う章として位置づけ、主に利益情報の質の概念の検討およびその尺度の定義のための議論を行っている。この章では、はじめに、利益情報の質に関する先行研究をレビューし、これまで用いられてきた利益情報の質の尺度を(1)利益情報の本来の姿から利益情報の質の尺度を定義するアプローチ、(2)利益情報のふるまいから利益情報の質の尺度を定義するアプローチ、(3)利益情報の役割から利益情報の質の尺度を定義するアプローチの3つのアプローチに分類している。そして、それぞれの尺度の意義を検討するとともに、これらを用いた実証研究についても考察している。また、従来の利益情報の質に関する議論の中心が、利益情報の質を評価するための分析手法、利益情報の質の構成要素や影響要因に関する検討が中心であったことを議論し、利益情報の質自体の概念の検討が必要であることを述べている。

次に、利益情報の質を財務報告の目的に依拠して検討すべきであることを議論し、会計情報の質的特徴としての目的適合性と信頼性との関係を考察している。財務会計の基礎にある前提や概念を体系化した概念フレームワークは、意思決定有用性を重視して構築されている。したがって、利益情報の質の概念についても、意思決定有用性をベンチマークとして検討すべきであると論じている。しかし、意思決定有用性という概念は、高度に抽象的な概念である。本論文では、具体性および操作性をもった利益情報の質の尺度を定義するため、意思決定有用性を1段階低い次元の会計情報の質的特徴の次元で議論している。

概念フレームワークにおける目的適合性および信頼性という2つの質的特徴は、互いにトレードオフの関係にあるとされている。FASBの概念フレームワークに基づいて目的適合性

と信頼性のトレードオフを所与とした場合、意思決定有用性をベンチマークとして利益情報の質を検討することが困難になると考えられる。この点に対応するために、本論文では有効性までを含んだ広義の信頼性概念を採用し、目的適合性と信頼性のトレードオフが必ずしも生じないことを前提として、両質の特徴を満たす程度として利益情報の質を解釈している。また、目的適合性の第一義性および信頼性を目的適合性の必要十分条件とする解釈に基づき、具体的な利益情報の質の尺度を目的適合性に依拠して定義すべきことを論じている。このような解釈に基づいて利益情報の質の尺度を定義することによって、利益情報の質に関する検証が目的適合性および信頼性のジョイントテストとして検証されうることを確認している。

本論文では、具体的な利益情報の質の尺度の定義を、目的適合性およびその諸要素の具体的内容から導出している。特に、利益情報と投資家の意思決定目的との関係性を記述した W. Beaver (1998) および R. Watts and J. Zimmerman (1986) 等の研究をレビューすることにより、目的適合性およびその諸要素が (1) 3つのリンケージを通じて得られる利益情報と株価との関連性、(2) 3つのリンケージおよび CAPM に基づく期待外利益と超過リターンとの関連性、(3) 利益情報が持つ将来キャッシュフロー予測能力という3つの指標に要約できることを示している。そして、B. Cornell and W. Landsman (2003) のフレームワークに依拠し、(1) 価値関連性：株価を利益情報に回帰した際の自由度修正済決定係数および利益情報の係数の大きさ、(2) 情報内容：リスク調整済リターンを利益情報の期待外値に回帰した際の自由度修正済決定係数および ERC の大きさ、(3) 将来キャッシュフロー予測能力：過去の利益情報を用いて将来キャッシュフローを予測した際の予測値と実績値間の平均絶対誤差ないしは平均平方誤差の大きさ、として利益情報の質の尺度を定義している。

また、本論文で定義した利益情報の質の尺度は、先行研究でも用いられてきた尺度であり、利益の持続性の大きさ、利益とキャッシュフローの関係、PER の大きさといった他の尺度とも整合的であることを先行研究の考察から確認している。

第3章「利益情報の質とノイズの水準および精度との関係」は、第4章から行う実証研究に対する理論的かつ分析的根拠を与える章と位置づけ、利益情報の質の尺度とノイズの水準および精度との関係に関する実証的・分析的研究をレビューしている。この章では、はじめに、先行研究をレビューし、価値関連性研究における利益情報のノイズの水準の扱いについて考察している。利益情報のノイズは、経済的数値等と実際の利益との乖離で表現される測定誤差およびアクルーアルズのノイズの2つに分類され、それぞれがこれまで価値関連性に対する影響要因として捉えられてきたということを明らかにしている。同様に、利益情報の精度についても、市場のマイクロストラクチャーに関する先行研究での扱いについて考察している。利益情報の精度は、利益情報が表すべきシグナルと実際の利益情報との間に生じるノイズの分散の逆数で定義され、利益情報および会計情報の質の尺度として、資本コスト、将来



収益の推定に係る正確性、株価の報知性、市場の流動性、および価格のボラティリティなど  
と関係することを示している。

次に、利益情報のノイズの水準および精度の具体的内容を検討するとともに、広義の信頼  
性概念との関係について分析している。この分析を通じて、利益情報のノイズの水準の2乗  
を信頼偏差、利益情報の精度を客観度として解釈でき、ともに広義の信頼性の構成要素であ  
ることを確認している。すなわち、広義の信頼性概念に基づくならば、検証可能性ないしは  
客観性は利益情報の精度として表現でき、精度の向上が目的適合性の向上に資することを明  
らかにしている。また、分析的な先行研究を概観することにより、本論文で定義した利益情  
報の質の尺度およびこれまで用いられてきた利益情報の質の尺度が、利益情報の精度と関係  
を持ちうることも考察している。

そして、上記で行った考察内容を踏まえ、実証研究を行うために、利益情報がもたらすシ  
グナルとノイズおよび精度の解釈、分析上の問題点について検討している。本論文では、利  
益情報がもたらすシグナルを将来キャッシュフローに関する情報と解釈している。また、P.  
Christensen, G. Feltham, and F. Şabac (2005) の研究をレビューすることで、利益情報におけ  
る一時的ノイズおよびアクルーアルズのノイズに起因する精度のみを定量化すべきことを論  
じている。一方、実証研究を行う上での限界として、測定者の合意に基づく精度を測定でき  
ない問題、実際の利益情報に測定者の能力や評価に起因するノイズが含まれる問題について  
も指摘している。

最後に、第3章におけるこれまでの考察結果および分析結果を踏まえて、P. Dechow and I.  
Dichev (2002) をレビューし、短期アクルーアルズの精度の導出方法について検討している。  
Dechow 等は、発生主義会計における対応に起因する測定誤差（ノイズ）を定式化し、これ  
を推定するモデルを提案している。このノイズから推定した短期アクルーアルズの精度は、  
利益情報の精度の一部を捉えるものとして解釈でき、本論文で定義した利益情報の質の尺度  
に関係すると考えられる。本論文における第7章以外の実証研究では、この短期アクルーア  
ルズの精度を利益情報の精度の代理変数として利用している。しかし、短期アクルーアルズ  
の精度は、観察者または測定者の合意の程度を表すものではなく、分析的研究で検討される  
精度に対してバイアスを持つ可能性がある。この点については、本論文における限界として  
認識する必要があることを指摘している。

第4章「利益情報の将来キャッシュフロー予測能力と精度との関係」では、利益情報の質  
の尺度として定義した将来キャッシュフロー予測能力と精度との関係を検証している。第2  
章および第3章の考察から、この章では、「利益情報の精度が高い（低い）ほど、利益とそ  
の構成要素の将来キャッシュフロー予測能力は高い（低い）」する仮説を設定している。そ  
して、この仮説を検証するために、利益のみを説明変数とする予測モデル、キャッシュフロ

ーおよび短期・長期アクルーアルズを説明変数とする予測モデルに加え、追加的分析として M. Barth, D. Cram, and K. Nelson (2001) で提示されたアクルーアルズ成分モデルを用いて将来キャッシュフロー予測能力の尺度を推定している。

利益情報の将来キャッシュフロー予測能力と利益情報の精度との関係は、利益情報の精度で2分位したサブサンプルごとに将来キャッシュフロー予測モデルを推定し、自由度修正済決定係数の差異の有意性検定、予測誤差の差異の有意性検定、実績値ー予測値間の相関係数の差異の有意性検定、および評価ウェイトの差異に関する検定によって検証している。第2章で定義した利益情報の質の尺度以外も併用することで、分析における頑健性の確保を意図している。分析の結果、第3章の仮説は支持され、利益情報の将来キャッシュフロー予測能力と利益情報の精度が大きく関係していることが示された。また、利益情報の精度が利益情報の将来キャッシュフロー予測能力と関係することから、目的適合性の要素としての予測価値およびフィードバック価値を通じて、価値関連性および情報内容にも関係しうること示唆している。

第5章「利益情報の価値関連性および情報内容と精度との関係」では、利益情報の質の尺度として定義した価値関連性および情報内容と精度との関係について、価値関連性研究のフレームワークを援用して検証を行っている。第2章および第3章の考察から、この章では、 $H_{11}$ 「利益情報の精度が高い(低い)ほど、利益とその構成要素の価値関連性は高い(低い)」および  $H_{12}$ 「利益情報の精度が高い(低い)ほど、利益とその構成要素の情報内容は大きい(小さい)」とする仮説を設定している。

この章では、第2章に基づき、株式リターンを利益およびその構成要素に回帰することで推定した自由度修正済決定係数を価値関連性に関する利益情報の質の尺度としている。また、市場モデルから推定した累積超過リターンをナীবモデルから導出した利益およびその構成要素の期待外値に回帰することで計測した ERC を、情報内容に関する利益情報の質の尺度としている。利益情報の質の尺度と精度との関係は、利益情報の精度の大きさによってサンプルを分割し、サブサンプル間の両尺度の差異を検定することによって検証している。利益情報の価値関連性と精度との関係は、J. Cramer (1987) で示された Z 検定に加え、Z. Gu (2002) に基づく残差を用いた方法によって検証している。また、利益情報の情報内容と精度との関係は、利益情報の精度の大きさで作成したダミー変数を用いて、ERC の差異に関する有意性検定を行うことで検証している。

分析の結果、仮説  $H_{11}$  については支持され、利益情報の精度と価値関連性が大きく関係していることを実証的に確認している。しかし、仮説  $H_{12}$  については、追加的分析の結果と総合しても限定的にしか支持されていない。この結果には、本論文において利益情報の精度として用いた短期アクルーアルズの精度が、長期アクルーアルズのノイズに起因する精度や一

時的ノイズに起因する精度を捉えていないこと、測定者の合意に基づく精度を捉えていないことが大きく影響していると考えられる。この問題点を考慮した研究は、第7章で行っている。

第6章「利益の持続性と利益情報の精度との関係」では、従来から利益情報の質の尺度として用いられてきた利益の持続性と利益情報の精度との関係を検証している。第2章および第3章の考察から、この章では、「利益情報の精度が高い（低い）ほど、利益の持続性は高い（低い）」とする仮説を設定している。

仮説の検証に際して、短期アクルーアルズの精度の大きさや短期アクルーアルズの絶対値の大きさに応じて5つのポートフォリオを作成し、それぞれのポートフォリオごとに利益の持続性を計測している。そして、ポートフォリオ間の利益の持続性の程度を比較することで、利益情報の精度の代理変数として用いた短期アクルーアルズの精度との関係を検証している。分析の結果、第6章の仮説は支持され、利益の持続性が利益情報の精度と大きな関係を持っていることを確認している。

また、利益情報の精度の代理変数として用いた短期アクルーアルズの精度は、利益やその構成要素のボラティリティ、営業サイクルの長さ、企業規模、売上高のボラティリティ、赤字を報告する頻度、および短期アクルーアルズの絶対値などの企業特性と関係すると考えられる。短期アクルーアルズと各企業特性との関係を検証することで、精度に対する影響要因についても検討している。分析の結果、アクルーアルズのボラティリティが低い（高い）ほど、企業規模が大きい（小さい）ほど、赤字を頻繁に報告していない（している）企業ほど、短期アクルーアルズの絶対値が小さい（大きい）ほど、短期アクルーアルズの精度も高い（低い）ことを確認している。

第7章「開示情報の精度と利益情報の質との関係—アナリストが直面する情報精度に基づく検証—」では、第4章から第6章で利益情報の精度の代理変数として用いた短期アクルーアルズの精度が、長期アクルーアルズのノイズに起因する精度や一時的ノイズに起因する精度を捉えていない問題、および測定者の合意に基づく精度を捉えていない問題の緩和を試みている。この章では、はじめに、利益情報・非利益情報、会計情報・非会計情報、開示情報・非開示情報の関係を分析し、会計情報の精度が利益情報と非利益情報の合計、開示情報の精度が会計情報と非会計情報の合計として表されることを考察している。そして、分析上の問題点を緩和し、利益情報の質の尺度と精度との関係に対する包括的な検証を行うために、O. Barron, O. Kim, S. Lim, and D. Stevens (1998) に基づいてアナリストのコンセンサス予測データから開示情報の精度を導出している。

開示情報の精度は、先の分析より、利益情報の精度の全てを包摂すると考えられる。また、

Barron 等の方法では、精度の導出にあたって時系列でノイズを集計することを必要としないため、1時点における測定者の合意に基づく精度の一部を捉えられる可能性が生じる。短期アクルーアルズの精度の代わりに、アナリストが直面する開示情報の精度を用いることで、第4章から第6章における分析上の問題点が緩和されることが期待される。

分析に際しては、第5章と同様に、 $H_{11}$ 「開示情報の精度が高い（低い）ほど、利益情報の価値関連性は高い（低い）」および  $H_{12}$ 「開示情報の精度が高い（低い）ほど、利益情報の情報内容は大きい（小さい）」とする仮説を設定している。そして、開示情報の精度の大きさにごとにサンプルを分割し、自由度修正済決定係数および ERC の差異を検証することによって、開示情報の精度と利益情報の質の尺度との関係を検証している。ERC の推定に関して、第5章では、ナীবモデルから利益情報の期待外値を求めていたが、この章では、アナリストの予測 EPS と実績 EPS との差異によって利益情報の期待外値を計測している。この分析に加えて、情報利用者が私的に利用する非開示情報の精度を調整した場合などに関する追加的分析も行っている。分析の結果、第7章の仮説は支持され、精度の大きさによる価値関連性および情報内容の差異も、第5章に比べてより明確に確認されている。

第8章「金融商品の評価差額と利益情報の質に関する分析」では、2000年4月1日以後開始する事業年度から導入された「金融商品に係る会計基準」に焦点を当て、売買目的有価証券、運用目的の金銭の信託およびデリバティブの時価評価差額の損益計上が利益情報の質の向上に資するか否かについて検討を行っている。この章では、はじめに、評価差額の損益計上に関する理論的根拠を考察するとともに、係る評価差額が予測価値を有する短期アクルーアルズの一部と捉えて差し支えないことを示している。また、評価差額の損益計上を広義の信頼性概念の観点で検討することで、評価差額の損益計上が利益情報におけるノイズの水準の減少に伴う信頼偏差の向上をもたらし、従来の利益を超える増分価値関連性を持ちうることを確認している。一方、損益計上した評価差額と実際に収支が行われたキャッシュフローとの間に誤差が生じる場合は、利益情報の精度の低下をもたらし、利益情報の質を低下させる可能性があることも確認している。

以上の考察結果に基づき、第8章では、 $H_{11}$ 「売買目的有価証券、運用目的の金銭の信託およびデリバティブの評価差額は、これを控除した利益やその構成要素に対する増分価値関連性を有する」、および  $H_{12}$ 「売買目的有価証券、運用目的の金銭の信託およびデリバティブの評価差額の損益計上が行われた2001年3月期以降、利益情報の精度は低下している」を設定している。そして、損益計上される評価差額の増分価値関連性について、株式リターンに係る評価差額および評価差額を控除した利益とその構成要素に回帰し、自由度修正済決定係数の増分に関するF検定によって検証している。また、損益計上される評価差額によって利益情報の精度が低下するか否かについては、評価差額の損益計上が行われた2001年3月

期以降と1998年3月期以前の短期アクルーアルズの精度の差異について、t検定およびWilcoxon符号付順位和検定を行うことにより検証している。

分析の結果、第8章の仮説 $H_{11}$ は支持され、損益計上される売買目的有価証券、運用目的の金銭の信託およびデリバティブの評価差額が増分価値関連性を有することを確認している。仮説 $H_{12}$ についても支持され、評価差額の損益計上は、利益情報の質の向上に資する一方、短期アクルーアルズの精度を低下させて、利益情報の質の低下をもたらす可能性があることも確認している。そして、仮説 $H_{11}$ および $H_{12}$ がともに支持されていることから、損益計上される評価差額は、短期アクルーアルズの精度の低下を通じて利益情報の質を低下させる効果を持つ一方、それを上回るノイズの水準の減少に伴う信頼偏差の向上をもたらす、増分価値関連性を有すると結論づけている。

第9章「利益情報のミスプライシングと精度との関係」では、価値関連性研究のフレームワークに依拠して行った第4章、第5章、第7章および第8章の前提条件である半強度の市場効率性の仮定を緩和し、利益およびその構成要素の持続性に関する市場のミスプライシングと利益情報の精度との関係について検証している。半強度の市場効率性を緩和した場合の検証は本章でしか扱っていないが、合理的期待を仮定しない場合でも利益情報の精度が利益情報の市場における評価と関係しうることを明らかにすることで、本論文の領域の拡張を図っている。

R. Sloan (1996) は、Mishkin テストを応用し、キャッシュフローおよびアクルーアルズの持続性が市場においてミスプライシングされていることを確認している。A. Ahmed, B. Blings, and R. Morton (2004) は、これらのミスプライシングが経営者の機会主義的な行動に起因すると推測して、裁量的アクルーアルズを利益情報の質の尺度として分析を行っている。本章では、Ahmed 等の研究における仮説を利用するとともに分析方法の精緻化を図っている。

本章では、はじめに、利益およびその構成要素の持続性に関する市場のミスプライシングを対象とする先行研究をレビューしている。次に、第3章でもレビューした Christensen 等におけるミスプライシングに関する分析を考察することで、利益情報の精度が持続性に関するミスプライシングに間接的に関係しうることを議論している。そして、Ahmed 等における仮説に基づき、「利益情報の精度が高い（低い）場合、利益情報およびその構成要素の持続性に関する市場のミスプライシングの程度は低い（高い）」とする仮説を設定している。

この仮説は、マクロ経済学研究において合理的期待形成仮説を検証するための分析方法として用いられる Mishkin テストを利用し、D. Herrmann, T. Inoue, and W. Thomas (2001) における方法によって検証を行っている。そして、分析に際しては、分析期間をバブル期と非バブル期に分割するとともに、利益情報の精度の代理変数としての短期アクルーアルズの精

度の大きさをサブサンプルに分け、サブサンプル間のミスプライシングの程度の差異を検証している。また、Ahmed 等による追検定だけでなく裁量的アクルーアルズの精度を用いた追検定を行うことで、第9章の分析の頑健性も確認している。

分析の結果、第9章の仮説は、全期間および非バブル期において支持され、非バブル期における利益、総アクルーアルズ、短期アクルーアルズおよびキャッシュフローの持続性に関して、市場はミスプライシングしておらず効率的であることを確認している。また、先行研究では確認されなかった利益に関するミスプライシングも確認している。しかし、バブル期においては、利益情報の精度とミスプライシングの程度に対する明確な関係性は確認されていない。

第10章では、本論文の各章の内容を要約するとともに、第3章における利益情報のノイズの水準および精度と信頼性との関係についての考察結果、および第4章から第9章で行った利益情報の質の尺度と精度に関する分析結果から得られた発見事項および結論を要約して述べている。本論文での発見事項は、(1) 利益情報のノイズの水準および精度と信頼性との関係を分析的に明らかにした点、(2) 利益情報の質の尺度と精度との関係を実証研究によって明らかにした点、(3) 「金融商品に係る会計基準」による時価評価差額を損益計上する意義について、実証研究によって明らかにした点 (4) 利益およびその構成要素の持続性に関するミスプライシングと利益情報の精度との関係について、実証研究によって明らかにした点である。また、章の最後では、本論文における分析上の問題点に言及するとともに、今後の研究課題について触れている。

## II 審査結果の要旨

本論文の審査結果は、大要、以下の通りである。

### 1. 本論文の長所

- (1) 本論文は、利益情報の質の概念を財務報告の目的と会計情報の質的特性に依拠して議論し、利益情報のノイズの水準および精度が、ともに利益情報の質の尺度として利用可能であることを確認している。利益情報のノイズの水準は、これまでも価値関連性研究において信頼性の尺度として用いられてきたが、その精度も信頼性の尺度として利用可能であることを明らかにした点は、高く評価できる。
- (2) 本論文は、利益情報の質と精度に関する内外の文献をくまなく渉猟し、実証研究への



適用の妥当性について適切な検討を加えた上で、本論文で定義した利益情報の質の尺度（価値関連性、情報内容および将来キャッシュフローの予測能力）と他の尺度間の関係について詳細に検討している。論文提出者の真摯な研究態度が伺える。

- (3) 本論文では、利益情報の精度と3つの利益情報の質の尺度との関係が、大規模なデータを用いて丹念に分析されている。本論文は、日本における利益情報の精度に関する本格的な実証研究である。日本の開示制度とデータの特性を十分に検討した上で、先行研究の研究デザインを展開し、日本の株式市場の価格形成を堅実に検証している点で、提出者の卓越した分析能力が示されている。
- (4) 本論文は、利益情報の質の観点から、「金融商品に係る会計基準」の意義について検証を行い、時価評価差額の損益計上に関する実証的な評価を行っている。本論文が実証研究と規範的研究の架橋を構築し、基準設定や規範的研究へフィードバックをもたらすことが期待される。

## 2. 本論文の短所

- (1) 本論文は、利益情報の質という広範なテーマを意欲的に研究している点は評価できるが、いささかテーマが広範過ぎたと考えられる。また、利益情報の質と精度の概念的な関係を明瞭に規定せずに分析を進めているため、実証結果の解釈が曖昧な点が散見される。精緻なデータ解析が行われているにもかかわらず、実証結果の解釈や実務へのインプリケーションが十分に吟味されていない。
- (2) 本論文では、短期アクルーアルズの精度を利益情報の精度の代理変数として用いている。したがって、長期アクルーアルズをはじめとする他の利益の構成要素に関する精度については考慮していない。短期アクルーアルズ以外に起因する精度についても、モデルを拡張するなどして考慮する必要がある。
- (3) 本論文では、利益情報の精度を測定者の1時点での合意の程度として定義しているが、推定の困難性から時系列で精度を求めて実証研究に利用している。時系列で求めた精度と1時点での合意の程度として求めた精度との関係についても分析し、本論文の結果に対する影響に関して検討することが必要である。
- (4) 本論文は、合理的期待の下で第4章から第8章までの分析を行っているが、第9章のみが合理的期待を仮定しない分析を行っている。第9章の本論文における位置づけが不明確であり、全体的な構成に対してどのような意味を持つのかを明らかにする必要がある。

### 3. 結 論

本論文には、上記のような短所も一部見受けられるが、そのほとんどが今後の研究課題とすべきものであり、本論文の長所と比較すると、いささかも本論文の優秀性を損なうものではない。

論文提出者・海老原崇は、2003年4月早稲田大学メディアネットワークセンター助手に就任し、「PCネットワーク利用ガイド」の共同執筆や新入生セミナーの企画運営などの教育活動に尽力する一方、情報倫理教育に関する研究報告も行っている。

そして、2006年3月に早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程において博士論文提出要件を充足した後、2007年4月に武蔵大学経済学部専任講師に任命され、研究・教育に尽力している。

商学研究科に入学して以来今日に至るまで、主として価値関連性研究の分野を真摯に研究し、日本会計研究学会、日本管理会計学会、ディスクロージャー研究学会において研究成果を発表し、高く評価されている。それぞれの学会機関紙に査読つき論文が掲載されるほか、着実に研究業績を積み重ねており、学界においても将来を最も嘱望される若手研究者の一人である。

以上の審査結果に基づき、本論文の提出者・海老原崇は、「博士（商学）早稲田大学」の学位を受ける十分な資格があると認められる。

2008年2月13日

#### 審査員

(主査)	早稲田大学教授	商学博士（早稲田大学）	河	榮徳
	早稲田大学教授	博士（商学）早稲田大学	薄井	彰
	早稲田大学教授		辻	正雄
	早稲田大学教授	商学博士（早稲田大学）	鳥羽	至英